

学校编码: 10384

分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

学号: 27720071152242

UDC\_\_\_\_\_

厦门大学

硕 士 学 位 论 文

机构投资者持股和分析师荐股报告信息强度

Institutional Holding and Information Intensity of Analyst  
Recommendations

瞿 灿

指导教师姓名: 林海教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期: 2010 年 4 月

论文答辩时间: 2010 年 月

学位授予日期: 2010 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2010 年 5 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 论文摘要

本文对机构投资者持股状况对分析师荐股报告的信息强度的影响进行了实证分析。为了研究机构投资者持股是否是影响分析师报告信息强度的因素, 本文将符合机构投资者持有水平的股票评级报告称为“一致的”, 将背离机构投资者持有比例的股票评级报告称为“相悖的”, 检验市场是否对两类报告区别视之。本文首先采取事件研究的方式, 发现在分析师报告发布前后三日事件期内, 与机构投资者持有比例相悖的分析师意见获得了较强烈的市场反应, 且受到两类意见推荐的股票组经市值调整后的超额收益率之差显著。更为长期的研究结果支持了短期结论。此后本文又采用投资者导向的、日历型交易策略, 分别听从“一致的”和“相悖的”荐股报告意见构建投资组合。本文采用了四种业绩衡量方法检验两类报告产生的收益率情况, 即简单市场收益率调整后的收益率分析、CAPM 模型风险调整后的收益率分析、Fama-French 三因素模型风险调整后的收益率分析以及包括惯性因素的四因素模型风险调整后的收益率分析。实证结果表明, 听从“相悖的”意见进行投资可以获得更大的超额收益率。这一结论与模型选择无关。我们认为这证实了机构投资者持有状况是影响分析师荐股报告的信息强度的重要因素。

**关键词:** 分析师报告 机构投资者 信息强度

## Abstract

This paper empirically examines if institutional holding has any influence on the information intensity of analyst recommendations. Institutional holding percentage implies institutional investors' attitudes to stocks held. We consider two kinds of analyst recommendations—those in accordance with institutional investors holding (called “compliant”) and those contradicting to institutional investors (called “conflicted”), and test if market reacts differently to the release of these two kinds of reports. We show that stocks recommended by “compliant” reports perform more poorly than those recommended by “conflicted” reports at the time of, and subsequent to the recommendation date. And we also adopt an investor-oriented, calendar-time investment strategy, following the instructions given by “compliant” and “conflicted” reports to construct portfolios. We employ simple market return adjusted model, CAPM model, Fama-French three-factor model and four-factor model containing momentum factor to adjust the portfolio returns. We document that the “conflicted” recommendations yield higher abnormal returns. The result is robust to model selection. We conclude that institutional holding functions as an influential factor to the information intensity of analyst recommendations.

Keywords: Analyst Recommendation; Institutional Investor; Information Intensity.

# 目录

第一章 导论 .....	1
第二章 文献综述 .....	5
2.1 文献综述 1：分析师研究报告的信息强度 .....	5
2.2 文献综述 2：机构投资者持有状况的信息价值 .....	7
2.3 文献综述 3：机构投资者与分析师之间的关系 .....	8
2.4 文献综述 4：我国的相关领域研究现状 .....	9
第三章 数据描述 .....	10
第四章 实证分析 .....	17
4.1 事件分析：荐股报告的收益率分析 .....	17
4.1.1 市场对荐股报告的即时反应 .....	18
4.1.2 市场对荐股报告的长期反应 .....	21
4.2 组合研究：投资者能否从中真实获利？ .....	23
4.2.1 组合构建方法 .....	23
4.2.2 组合表现 .....	25
第五章 结论 .....	33
参考文献 .....	34
致谢 .....	42

# Contents

Chapter1 Introduction.....	1
Chapter2 Literature Review.....	5
2.1 Research Review 1: The Information Intensity of Analyst Recommendations.....	5
2.2 Research Review 2: Information value of Institutional Holding.....	7
2.3 Research Review 3: Institutional Investor and Sell-Side Analyst.....	8
2.4 Research Review 4: Current Research in China.....	9
Chapter3 Data Description.....	10
Chapter4 Empirical Analysis.....	17
4.1 Event Study.....	17
4.1.1 Short-term Market Reaction.....	18
4.1.2 Long-term Market Reaction.....	21
4.2 Portfolio Construction: Can Investors Make Real Profits?.....	23
4.2.1 Portfolio Construction.....	23
4.2.2 Portfolio Performance.....	25
Chapter5 Conclusion.....	33
Reference .....	34
Acknowledgement .....	42

## 第一章 导论

证券分析师在资本市场上扮演着颇具影响力的角色。他们往往具备相应的专业教育背景和丰富的行业经验，他们每日的工作内容即是关注相应公司的运营情况，处理公司发布的特定信息，如公司财务报表和盈利公告，并根据一定的理论模型和商业直觉，发布他们对于证券价格的预见，向客户提供买卖建议。证券分析师工作性质决定了他们往往是最为了解股票价值的专家，他们的分析报告对广大的投资者产生了各种深远的影响。

然而，对于证券分析师的报告是否具有真实投资价值这一命题的争论从未停歇。证券分析师的拥趸们认为，忠实地听从证券分析师的报告可以收获超额收益。早在 1978 年，Lloyd-Davies 和 Canes<sup>[1]</sup>就通过研究华尔街日报的“*Heard on Street*”栏目中出现的股票走势，发现了推荐买入的股票当天产生了 0.93% 的超额日收益率，而推荐卖出的股票当日收益率平均下跌 2.37%。此后，Bjerring 等（1983）<sup>[2]</sup>，Stickel（1995）<sup>[3]</sup>，Womack（1996）<sup>[4]</sup>，Barber 等（2001）<sup>[5]</sup>等人也得到了与之类似的结论。

另一方面，也不乏分析师的怀疑者对其提出各式批评。Jegadeesh 等（2004）<sup>[6]</sup>发现，分析师报告中的买卖建议很可能是误导性的，单纯地听从这些买卖建议进行交易将对投资者的财富造成损失。无独有偶，在一篇近期发表的论文中，Malmendier 和 Shanthikumar（2007）<sup>[7]</sup>发现，小投资者往往对分析师的意见深信不疑，然而这种毫无保留的信赖正是导致他们难以获取超额收益的原因。

事实上，分析师的研究可能并没有向市场提供相关有效的信息，这可能源于类似的信息在分析师报告发布前抢先公布于众。荐股报告的发布时机是影响荐股报告的信息强度的一项重要因素，若分析师建议中的重要信息早于报告发布日就为投资者熟知，那么这类分析报告由于没有蕴含市场并不知晓的新信息，发布后并不会引起显著的市场反应。Ivkovic 和 Jegadeesh（2004）<sup>[8]</sup>发现，公司盈利报告公布后的短期内，股票研究报告的信息含量寥寥。在业绩预告后发布的分析师荐股报告也存在类似的情况（Soffer 和 Zhang（2001）<sup>[9]</sup>）。

另一类对分析师报告信息强度的批判则源于对卖方分析师中立性的质疑。近年来各种卖方分析师通过发布不实的分析报告以谋私的丑闻频频见诸报端。2003 年 4 月，华



尔街十家投资银行被指发布过分乐观的分析报告以获得投资银行业务，并遭受了高达 14 亿美元的罚款。由此引发了学界、业界和政界对分析师报告价值新一轮的审视。多种因素都可能导致卖方分析师发布有失偏颇的分析报告，包括为了增加委托交易佣金、迎合公司管理层、吸引未来的投行业务客户，其中以对承销商分析师的利益冲突问题的讨论尤为广泛。

本文讨论了机构投资者持有比例对分析师荐股报告的信息强度产生的影响。我们认为，机构投资者的持有状况可以通过两种渠道影响分析师荐股报告的市场反应。其一，先于荐股报告发布的机构持有状况可能抢先“泄露”了部分有关股票的信息。机构投资者的持股水平暗含了被持股票未来收益率、未来盈利状况等多方面信息(Sias 等(2001)<sup>[10]</sup>；Jiambalvo 等(2002)<sup>[11]</sup>；Samir (1998)<sup>[12]</sup>)，而这些信息往往构成分析师荐股报告中的信息主体。每季末投资者可以通过观察机构持有状况得到相关股票的“预告”信息，等同于提前获知此后发布的荐股报告中类似的信息，导致荐股报告中蕴含的新信息量下降，对市场的冲击力减弱。

此外，机构投资者与卖方分析师之间的利益纠缠也可能扭曲分析师荐股报告的意见，并降低分析师荐股报告的信息强度。机构投资者每年对卖方分析师的评选结果直接影响分析师的薪酬水平(Stickel (1992)<sup>[13]</sup>)，乃至他们未来的职业发展路径(Hong, Kubik (2003)<sup>[14]</sup>)，每年评选开始前卖方分析师极力款待参与投票的买方客户早已不是秘密(Hong, Kubik (2003)<sup>[14]</sup>)。另一方面，作为一类重要客户，与机构投资者的业务往来是卖方分析师所属经纪商的重要收入来源，机构投资者可能以减少业务往来为由胁迫卖方分析师开具对他们有利的股票评级。在一项对机构投资者进行的调查中，有 70% 的受访者表示他们认为这种现象时有发生(Boni, Womack (2002)<sup>[15]</sup>)。

因此，我们认为机构投资者持有状况很可能是影响分析师报告信息含量的原因，而现存的研究对这一命题却鲜有涉及。为了检验这一命题的真伪，考虑两类分析师荐股意见：一类为符合机构投资者持有状况的分析师报告，如分析师对机构持有量大的股票发布的“买入”的意见及对机构持有量小的股票发布的“卖出”意见，我们将其称为“一致的”分析师意见；另一类为背离机构投资者持有状况的荐股意见，如分析师对机构持有量大的股票提出的“卖出”建议和对机构持有量小的股票提出的“买入”建议，我们称其为“相悖的”荐股报告意见。根据我们的假设，“一致的”分析师意见更可能与机

机构持有状况提前泄露的股票信息一致，也更可能是买方压力的产物；“相悖的”分析师意见则更可能提供了此前未公开的新信息，也更可能是未经利益冲突扭曲的分析师本意表述。如果机构持有确实是影响分析师报告信息强度的因素，则我们预计“一致的”分析师报告信息强度较小，“相悖的”分析师报告信息强度较大。若采用收益率的视角，我们预期可以观察到，“一致的”和“相悖的”分析报告发布后引起的股票价格的运动态势有所差别，且市场应对“一致的”股票投资建议予以“折价”(discounting)处理。相反，如果这一假说并不成立，则市场应对“一致的”和“相悖的”股票评级报告一视同仁，我们应观察到这些分析报告公布后股票价格的变动模式之间无明显差别。

基于如上逻辑，我们采用传统的事件研究思路，分别计算“一致的”和“相悖的”分析师报告发布后的三日事件期内的超额收益率。我们发现，两类报告引起了显著不同的股票价格变化，违背机构投资者选择的“相悖的”分析师意见获得了较强烈的市场反应。对于“建议买入”建议，机构投资者持有比例低的股票价格升幅较大，而机构投资者持有比例高的股票价格上涨有限，两组股票经市值调整后的事件期超额收益率之差为0.2%（显著不等于零）。而针对分析师发布的“建议卖出”建议，机构投资者持有比例高的股票价格下跌更剧烈，机构投资者持有比例低的股票组相对较温和，两组股票的超额收益率之差高达0.9%（显著不等于零）。对于“增持”和“减持”的分析师建议也存在类似的情形。

我们进一步检验更长期的情况。在“建议买入”建议发布后的一个事件月(+2, +22)内，与短期类似的价格现象依然存在：机构投资者持有水平低的股票价格持续上涨，且幅度高于机构持有水平高的股票，二者的21天日超额收益率之差为0.7%。对于“建议卖出”报告，机构投资者持有水平高的股票组价格下跌幅度仍高于机构投资者持有水平低的组，但两组的21日超额收益率之差已不再显著。

事件研究的结果表明，相比于“相悖的”荐股报告意见，“一致的”建议的信息强度较弱。换言之，由于受到机构投资者持有状况的影响，“一致的”荐股报告意见包含更多的重复信息（机构持有状况已经揭示的信息）或错误信息（受买方压力制约而偏离事实的信息），一五一十地听从“一致的”投资建议构建的投资组合应表现不佳。

为了验证上述假设，我们根据机构投资者持有比例和分析师评级间的关系，将所有投资建议分“买入”型和“卖出”型两个大类，在每个大类下根据被荐股票的机构持有

比例再分为四组，分别为机构持有百分比最低 25%，次低 25%，次高 25%和最高 25%。基于前文的逻辑，机构持有水平最低 25%/“买入”组和机构持有水平最高 25%/“卖出”组中的分析师报告与机构持有状况最为“相悖”，而机构持有水平最低 25%/“卖出”组和机构持有水平最高 25%/“买入”组的荐股报告与机构持有状况最为“一致”。我们采用投资者导向的、日历型交易策略，遵照各分析报告组内的建议进行投资。本文采用了四种业绩衡量方法检验各组的市场表现，即简单市场收益率调整后的收益率分析、CAPM 模型风险调整后的收益分析、Fama-French 三因素模型风险调整后的收益率分析以及包括惯性(momentum)因素的四因素模型风险调整后的收益率分析。四因素模型结果表明，机构投资者持有比例最高 25%/“卖出”意见的股票组合的产生了显著不为零的负值超额收益率，而机构投资者持有比例最低 25%/“卖出”意见的股票组合的超额收益率尽管为负，却并不显著有别于零。卖出前者买入后者可以获得高达 1.518%的月度超额收益；机构投资者持有比例最低 25%/“买入”意见的股票组合和机构投资者持有比例最高 25%/“买入”意见的股票组合均能获得不同于零的月度超额收益率，但前者比后者高出 886 个基点。这一结果对于模型的选择稳定。

本文的开始部分我们将总结相关领域前人的研究结果，并介绍本文使用的数据，此后我们将首先采取事件分析的思路，考察对于附和机构投资者持有的分析师意见和忤逆机构投资者持有的分析师意见，市场是否采取了不同的态度。之后，我们转而采用 Barber 等（2001）<sup>[5]</sup>的投资组合思路，构建投资者导向的实时投资组合，并使用四种模型对各组合超额收益率进行检验。在本文的结尾，我们归纳实证结果并结论。

## 第二章 文献综述

### 2.1 文献综述 1：分析师研究报告的信息强度

对于分析师荐股报告是否存在价值的讨论由来已久。早在 1933 年, Cowles (1933)<sup>[16]</sup>就撰写论文声称大多数证券分析师的推荐都不足以帮助投资者获取超额收益。此后, 围绕证券分析师荐股能力的各式命题就成为了一个学界长盛不衰的话题, 这一领域催生了大量的研究成果。Bjerring 等 (1983)<sup>[2]</sup>发现, 听从一家加拿大证券经纪商的荐股报告进行相应的交易操作, 可以获得显著的超额收益率。这一收益率即便在考虑了交易成本的条件下依然存在。Stickel (1995)<sup>[3]</sup>在证券分析师发布荐股报告的 (-10, +10) 事件期内观察到了显著的超额收益。Womack (1996)<sup>[4]</sup>仅将关注点放在新发布的报告上, 他发现在新发布的“买入”报告发布的三天事件期内被荐股票价格提高了 3.0%, 而新发布的“卖出”报告带动股票价格下跌了 4.7%。Barber 等 (2001)<sup>[5]</sup>采取了投资者发起的、日历期型的交易策略, 买入最受分析师青睐的股票并卖出最不受分析师欢迎的股票, 通过这种操作获得了超过 4% 的年超额收益率。Krische 和 Lee (2000)<sup>[17]</sup>发现, 证券分析师报告对于被荐股票未来的六至十二个月的收益率具有预测能力, 且这种预测能力并非单纯来自于对其他具有预测意义的指标的总结。

同时, 也有大批怀疑者对此不以为然。Boni 和 Womack (2002)<sup>[15]</sup>在他们针对买方机构的问卷调查中发现, 仅有 5% 的受访者表示他们认为新发布的买入建议具有投资价值。在一个最近的研究中, Malmendier 和 Shanthikumar (2007)<sup>[7]</sup>构造了一个完全听信分析师意见的交易策略, 即在分析师发布“买入”意见时买入相应股票, 发布“卖出”意见时卖出相应股票, 他们发现这样的投资策略并不能产生显著的超额收益。

基于市场收益率视角的研究报告向我们表明, 分析师的荐股报告有时并不能向市场提供相关有效的信息, 这可能是因为类似的信息已经通过其他渠道向投资者公开了。荐股报告的信息强度与荐股报告的发布时机联系紧密, 市场仅对未发布过的新信息作出反应。若分析师建议在类似的重大信息后发布, 分析报告蕴含的“新”信息量减少, 其市场影响力也相应下降。一个支持这一观点的例子是更新及时的公司公告对分析师报告的

替代作用 (Bhushan (1989)<sup>[18]</sup>; Frankel 和 Li (2004)<sup>[19]</sup>; Francis 等 (2008)<sup>[20]</sup>)。当公司盈利报告早于分析师荐股报告发布时, 由于管理层作为公司的内部人享有信息优势, 他们发布的盈利信息往往比分析师盈利预测报告更为准确 (Hassell 和 Jennings (1986)<sup>[21]</sup>; Waymire (1986)<sup>[22]</sup>), 因而此后发布的分析师荐股报告引起的市场反响甚微, 表明此时分析师报告所含有效信息量寥寥无几 (Ivkvovic 和 Jegadeesh (2004)<sup>[8]</sup>)。类似的情形还发生在公司业绩预告发布时。Soffer 和 Zhang (2001)<sup>[9]</sup>发现, 业绩预告后发布的分析师预测不具有增量信息, 因而常受到投资者的忽略。

此外, 利益冲突也可能是分析师报告信息强度受损的原因。许多研究表明, 受到各方压力的股票分析师可能牺牲荐股报告的中立性, 发布过分乐观的分析报告 (Stickel (1991)<sup>[23]</sup>; Abarbanell (1991)<sup>[24]</sup>; Dreman, Berry (1995)<sup>[25]</sup>)。多种因素都可能导致这种乐观倾向。一类观点认为, 卖方分析师发布较为乐观的荐股意见比悲观的意见更有助于鼓励客户交易, 并因此增加所属经纪商的交易佣金收入, 因为任何投资者都可以通过买入被荐股票对“买入”建议作出反应, 而“卖出”建议只能影响本来就持有相关股票的投资者或可以卖空交易的机构投资者 (Kothari (2001)<sup>[26]</sup>; Irvine (2004)<sup>[27]</sup>; Jackson (2005)<sup>[28]</sup>; Agrawal, Chen (2004)<sup>[29]</sup>; Cowen, Groysberg, Healy (2006)<sup>[30]</sup>)。

同时, 分析师也可能为了与公司管理层维持良好的关系而歪曲他们的荐股意见。由于公司管理者往往是卖方分析师获取公司信息的一个重要来源, 维持与管理层的信息沟通对分析师的研究分析大有裨益 (Boni, Womack (2002)<sup>[15]</sup>), 因而分析师通常不愿发布悲观的评级报告而失去与公司管理层的友谊。关于管理层不满分析师的荐股意见而“雪藏”分析师的事例频现报端 (Paltrow (1991)<sup>[31]</sup>), 而相关的学术研究也相当广泛 (Francis, Philbrick (1993)<sup>[32]</sup>; Francis, Hanna, Philbrick (1997)<sup>[33]</sup>; Das, Levine, Sivaramakrishnan (1998)<sup>[24]</sup>; Dechow, Hutton, Sloan (2000)<sup>[35]</sup>)。

此外, 分析师还可能为了讨好未来的投行业务客户而发布过分乐观的荐股报告。一个业内秘而不宣的事实是, 漂亮的评级意见往往是股票承销业务的隐含条件。公司关心分析师对自己公司股票的看法, 并会选择“说好话”的分析师所在的经纪商作为公司上市时的承销商。因此, 分析师倾向于吹捧他们跟踪的股票, 以期增加未来的投行业务收入, 这种行为被 Kolasinski 和 Kothari 描述为“贿赂” (Kolasinski, Kothari (2004)

<sup>[36]</sup> )。对于这一命题的研究主要向两种方向展开,一类研究注重比较两类分析师——具有投行业务关联的分析师和不具有这种关联的分析师——的行为模式的不同。Michaely 和 Womack (1999) <sup>[37]</sup> 发现股票首次公开发行 (IPO) 的承销商旗下的分析师发布的报告确实比他们同行的报告更为乐观。Lin 和 McNichols (1998) <sup>[38]</sup> 则将 Michaely 和 Womack (1999) <sup>[37]</sup> 的结论扩展到了股票二次发行 (SEO)。Lin, McNichols 和 O' Brien (2003) <sup>[39]</sup> 则调查了承销商分析师和非承销商分析师对坏消息作出反应的速度。他们发现,承销商分析师明显推迟了他们下调投行业务客户评级的时机,证实投行业务确实扭曲了分析师的行为。另一类研究者关注市场对承销商和非承销商分析师荐股意见的不同反应。一个典型的例子是 Michaely 和 Womack (1999) <sup>[37]</sup>。在这一研究中,作者展示了不同类型的分析师荐股报告对相关股票价格波动的影响,发现受到承销商分析师推荐的股票的表现明显逊于非承销商分析师推荐的股票 (类似的研究还可参见 Dugar, Nathan (1995) <sup>[40]</sup>; Dechow, Hutton, Sloan (2000) <sup>[35]</sup>; Iskoz (2003) <sup>[41]</sup>; Chen (2004) <sup>[42]</sup>; Malmendier, Shanthikumar (2004) <sup>[7]</sup>; Bradley, Jordan, Ritter (2006) <sup>[43]</sup>; Barber, Lehavy, McNichols, Trueman (2006) <sup>[44]</sup>; Barber, Lehavy, Trueman (2007) <sup>[45]</sup>)。

最后,卖方分析师迫于买方压力,可能发布有利于机构客户的荐股意见。对于机构投资者持有量大的股票,卖方分析师的意见很可能过分乐观。这一利益冲突因素符合直觉,但学术界对此的研究却十分有限。Boni 和 Womack (2002) <sup>[15]</sup> 对买方投资者进行的问卷调查发现,百分之七十的受访者认为卖方分析师在机构客户施加的压力下,不愿下调买方客户持有股票的评级。受访者同时认为这种买方压力是影响卖方分析师中立性的重要因素。

## 2.2 文献综述 2: 机构投资者持有状况的信息价值

机构投资者是资本市场上一类极具市场影响力的参与主体。许多研究表明,相比于个人投资者,机构投资者具有更广泛的信息渠道和更娴熟的投资技巧 (Hand (1990) <sup>[45]</sup>; Kim 等 (1997) <sup>[47]</sup>; Bartov 等 (2000) <sup>[48]</sup>), 他们对某类股票的特殊偏好将大大提升对该种股票的需求,甚至左右股价的运动态势 (Gompers 和 Metrick (2001) <sup>[49]</sup>), 从而获得优于个人投资者的投资回报。

对于希望通过了解机构投资者行为模式获利的投资者而言,机构持有状况也许是个很好的渠道。多项研究都证明了机构持有状况暗含了许多关于被持股票的信息。Sias 等(2001)<sup>[50]</sup>发现,机构持有水平和股票收益率之间存在正相关关系,且他们认为这种相关性和机构投资者具有的信息优势有关(类似的研究还包括 Nofsinger 和 Sias(1999)<sup>[51]</sup>; Daniel 等(1997)<sup>[52]</sup>)。Chan 和 Lakonishok(1993)<sup>[53]</sup>以及 Chakravarty(2001)<sup>[54]</sup>的日内研究进一步证实了这一点。此外, Jiambalvo 等(2001)<sup>[11]</sup>还发现,对于机构持有比例高的股票,它们的现期价格反映了更多对未来非盈利信息的预期。Samir(1998)<sup>[12]</sup>则发现,机构持有比例高的公司披露关于盈利的财务信息时,市场反响较平淡。这表明,早在财务报告发布前,机构持有比例高的股票的盈利信息就已经在股价中得到体现了。

### 2.3 文献综述 3: 机构投资者与分析师之间的关系

讨论机构投资者与卖方分析师之间关系的现存研究并不算多。由于这二者间可能存在的利益关联甚为复杂,不同研究的重点也相对分散。第一类研究将机构投资者视为卖方分析师报告的消费者,通过研究机构投资者针对分析师报告的交易行为,以期得到对这类交易者交易行为模式的认识。一个比较一致的认识是:机构投资者的投资理念更为成熟。相比于个人投资者对分析师报告中的建议照单全收,机构投资者往往考虑到了分析师的利益纠结,并对分析师的荐股报告意见表现出了相应的“折价”行为(discounting)(Lee(1992)<sup>[55]</sup>; Bhattacharya(2001)<sup>[56]</sup>; Iskoz(2002)<sup>[57]</sup>; Bhattacharya 等(2004)<sup>[60]</sup>; Battalio, Mendenhall(2005)<sup>[59]</sup>; Mikhail, Walther, Willis(2006)<sup>[60]</sup>; Malmendier, Shanthikumar(2007)<sup>[7]</sup>)。另一个有意思的发现则是,机构投资者的自营交易方向与他们内部分析师发布的荐股意见方向一致,表明这些机构投资者并非完全“口是心非”(Chan, Chang, Wang(2009)<sup>[61]</sup>)。

另一类研究着力于考虑机构投资者的持有或交易状况对分析师行为的影响。机构投资者作为资本市场上重要的交易主体,直接或间接地影响着卖方分析师的行为模式的方方面面。每年由机构投资者票选出的优秀卖方分析师往往可以获得丰厚的薪酬和广阔的职业发展前景,因而卖方分析师具有迎合买方需要的倾向(Stickel(1992)<sup>[13]</sup>; Hong,

Kubik (2003)<sup>[14]</sup>。Boni 和 Womack (2002)<sup>[15]</sup>对机构投资者开展的调查发现，多数机构投资者认为卖方分析师的分析报告意见会受到机构投资者持有份额的影响。O'Brien 和 Bhushan (1990)<sup>[62]</sup>发现分析师更乐意跟踪机构投资者持有量高的股票。Frankel, Kothari 和 Weber (2006)<sup>[63]</sup>则发现了机构投资者的持有比例和分析师报告中的信息含量之间的正相关关系。Ljungqvist 等 (2007)<sup>[64]</sup>则发现，对于机构投资者持有比例高的股票，分析师意见相对稳定集中。

## 2.4 文献综述 4：我国的相关领域研究现状

分析师作为市场中不可或缺的信息处理和传播者，对推动投资者理性投资和提高市场有效性具有不可忽视的重要作用。我国的资本市场尚还年轻，证券分析师行业也仅走过二十几年的发展历程。受到发展程度和外部条件的限制，我国的证券分析师队伍时常受到市场参与者对其专业能力和职业操守的诟病。在这样的背景下，一个自然的问题是：分析师的股票评级和推荐意见是否具有价值？囿于数据的获取困难，前期研究主要针对证券媒体公布的荐股报告。陈永生 (1999)<sup>[65]</sup>发现，《证券市场周刊》推荐的股票并没有显著跑赢深沪大盘指数，而朱宝宪和王怡凯 (2001)<sup>[66]</sup>则考察了《上海证券报》每周日《为您选股》专栏推荐的股票，发现被荐股票短期收益率显著高于投资基金收益率，这种收益率差异在 5 周后消失，这与徐立平和刘建和 (2008)<sup>[67]</sup>利用《上海证券报》每周一“本周股评家最为看好的个股”栏目数据得到的结论类似。而王征、张铮和刘力 (2006)<sup>[68]</sup>利用 2004 年 3 月至 2005 年 6 月券商研究员提供给机构投资者的 19310 次股票投资评级进行了第一个真正针对分析师荐股意见的研究。该研究发现，分析师增持评级组合可以获得 23.85% 的年化超额收益率。刘昶和修世宇 (2008)<sup>[69]</sup>选择 2004 年 1 月 1 日至 2006 年 6 月 30 日这一期间在 Wind 数据库中的分析师投资建议作为样本，发现“买入”、“卖出”建议会带动股价永久变化和交易量的明显扩大，而“中性”建议无显著影响。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库